



BUY

목표주가(12M) 85,000원
현재주가(11.04) 58,800원

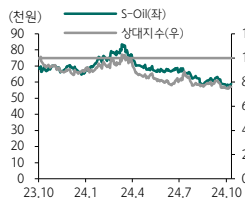
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,588.97
52주 최고/최저(원)	83,500/57,300
시가총액(십억원)	6,619.9
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	230.4
60일 평균 거래대금(십억원)	14.3
외국인지분율(%)	75.92
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	36,724.8	34,712.8
영업이익(십억원)	507.4	1,173.6
순이익(십억원)	69.4	623.3
EPS(원)	595	5,345
BPS(원)	76,607	80,435

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,481.9	35,877.4
영업이익	3,405.2	1,354.6	462.5	1,346.7
세전이익	2,898.5	1,131.7	32.4	868.0
순이익	2,104.4	948.8	25.3	659.7
EPS	18,047	8,137	217	5,658
증감율	52.66	(54.91)	(97.33)	2,507.37
PER	4.62	8.55	270.97	10.39
PBR	1.15	0.90	0.78	0.75
EV/EBITDA	3.29	5.73	9.98	5.76
ROE	27.20	10.83	0.28	7.39
BPS	72,770	77,522	75,268	77,973
DPS	5,500	1,700	2,500	3,000



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 05일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

2025~27년 외형/배당 성장 가능

3Q24 영업이익 컨센 하회

3Q24 영업이익은 -4,149억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(-2,741억원)을 하회했고, 하나증권 추정치(-3,872억원)에 거의 부합했다. 윤활기유의 증익에도 불구하고, 정유의 대폭 적자와 석유화학의 감익이 아쉬웠다. 정유 영업이익은 -5,737억원(QoQ -4,787억원)이었다. 실적 부진은 유가 하락에 따른 재고관련손실 -2,861억원 발생과 환율 하락, 역래깅 효과 영향으로 판단된다. 석유화학은 벤젠/PX, PP 마진 축소 영향으로 영업이익 50억원(QoQ -95%)을 기록했다. 반면, 윤활기유는 원료가 하락에 따른 마진 개선 영향으로 영업이익 1,538억원(QoQ +6%)을 기록하며 견조한 흐름을 이어갔다.

4Q24 영업이익 흑자전환 전망

4Q24 영업이익은 2,627억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 윤활기유의 감익에도 불구하고 정유/석유화학의 개선을 추정했다. 정유 영업이익은 1,114억원(QoQ +6,851억원)을 추정한다. 전분기 발생한 재고관련손실 등 부정적 요인이 제거되고 최근 환율, 정제마진 상승이 반영되기 때문이다.

2025~27년까지 외형/배당 성장 가능

BUY, TP 8.5만원을 유지한다. 2025~27년까지의 업황 개선과 외형/배당 성장 가능성, 역사적 하단까지 하락한 PBR 0.8배를 감안하면 저점 매수가 가능한 주가 레벨이라 판단한다. 2025년에는 정유 업황 개선이 기대된다. 1) 2023~24년 중동/아프리카 중심의 대규모 증설이 종료되기 때문이다. 쿠웨이트 Al-Zour 61.5만b/d는 올해 초 점진적 가동을 상향 이후 현재 Full 가동이며, 나이지리아 Dangote 65만b/d는 휘발유를 출회하기 시작해 시황은 이를 선반영했다. 2025년에는 글로벌 CDU 순증설은 80만b/d로 YoY -40% 내외로 공급 부담은 크게 줄어든다. 2) 2025년에는 중국/인도의 석유제품 순수입 전환 가능성이 농후하다. 반면, 한국의 석유제품 수출은 2024년 3분기 누적 기준 6년 만에 최대치를 기록했다. 한국이 글로벌 최대 석유제품 수출국 중 하나이며 Swing Producer로 공급이 부족한 호주, 일본 등을 공략한 결과다. 향후 인도/미국/중국 등 공급부족 발생 지역으로 추가적인 수출 확대도 기대된다. 3) 만약, 트럼프 2.0이 현실화되면 사우디아와의 관계 회복에 따른 OSP 하향 안정화를 기대할 수 있고, 석유제품 수요 측면에서도 긍정적이다. 중국의 경기 회복이 2025년에 가시화될 경우, 2026년 중반 가동이 예정된 샤인 프로젝트의 상대적 원가 우위가 부각될 수 있다. 또한 2027년 Full 가동에 따른 본격적인 외형 성장과 이에 따른 배당 확대, 밸류에이션 재평가까지 기대할 수 있다.

도표 1. S-Oil 3Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q24	2Q24	3Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,840.6	9,570.8	8,999.6	-1.8	-7.6	8,988.9	-1.6
영업이익	-414.9	160.6	858.9	적전	적전	-274.1	-51.4
세전이익	-272.5	-40.9	737.0	적전	적지	N/A	N/A
순이익	-206.2	-21.3	545.4	적전	적지	-189.5	-8.8
영업이익률	-4.7	1.7	9.5	-14.2	-6.4	-3.0	-1.6
세전이익률	-3.1	-0.4	8.2	-11.3	-2.7	N/A	N/A
순이익률	-2.3	-0.2	6.1	-8.4	-2.1	-2.1	-0.2

자료: 하나증권

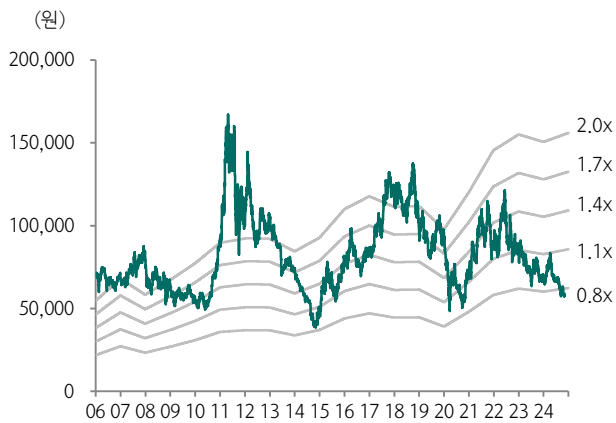
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	36,481.9	37,028.9	-1.5	35,877.4	37,004.8	-3.0
영업이익	462.5	443.9	4.2	1,346.7	1,219.4	10.4
세전이익	32.4	167.5	-80.7	868.0	791.6	9.7
순이익	25.3	134.0	-81.1	659.7	601.6	9.7
영업이익률	1.3	1.2	0.1	3.8	3.3	0.5
세전이익률	0.1	0.5	-0.4	2.4	2.1	0.3
순이익률	0.1	0.4	-0.3	1.8	1.6	0.2

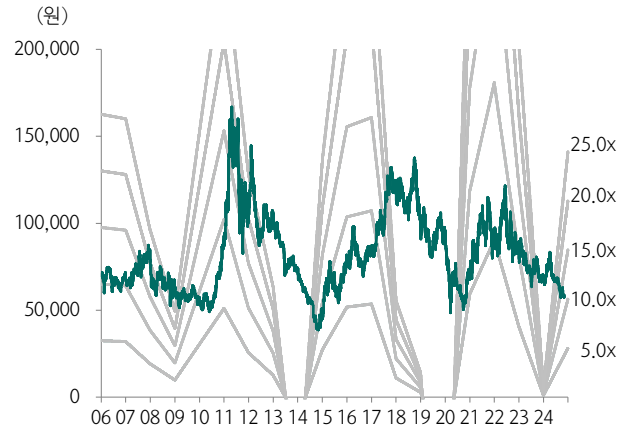
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,762.0	42,446.0	35,727.2	36,481.9	35,877.4
QoQ(%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	2.8%	-7.6%	-0.9%				
YoY(%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	22.4%	-1.8%	-10.9%	54.6%	-15.8%	2.1%	-1.7%
정유부문	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,716.0	34,004.9	28,257.2	28,506.6	27,618.2
석유화학부문	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,341.3	5,025.5	4,384.7	4,948.2	5,277.6
유탄기유부문	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	744.6	704.6	3,415.5	3,085.4	3,027.0	2,981.6
영업이익	515.7	36.4	858.9	-56.4	454.1	160.6	-414.9	262.7	3,408.2	1,354.6	462.5	1,346.7
영업이익률(%)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	-4.7%	3.0%	8.0%	3.8%	1.3%	3.8%
QoQ(%)	흑전	-92.9%	2259.5%	적전	흑전	-64.6%	적전	흑전				
YoY(%)	-61.3%	-97.9%	67.8%	적지	-11.9%	341.3%	적전	흑전	59.2%	-60.3%	-65.9%	191.2%
정유부문	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	-95.0	-573.7	111.4	2,346.6	353.4	-306.9	647.0
영업이익률(%)	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	-8.3%	1.7%	6.9%	1.3%	-1.1%	2.3%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	흑전				
YoY(%)	-75.8%	적전	745.1%	적지	-13.8%	적지	적전	흑전	158.4%	-84.9%	적전	흑전
석유화학부문	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	109.9	5.0	34.5	-48.8	190.6	197.4	203.3
영업이익률(%)	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	0.4%	2.6%	-1.0%	4.3%	4.0%	3.9%
QoQ(%)	흑전	179.9%	-44.6%	-25.4%	41.6%	128.9%	-95.4%	591.0%				
YoY(%)	흑전	355.6%	-19.1%	흑전	63.8%	34.0%	-89.0%	1.9%	적전	흑전	3.6%	3.0%
유탄기유부문	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	145.8	153.8	116.7	1,110.5	810.5	572.0	496.4
영업이익률(%)	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	20.7%	16.6%	32.5%	26.3%	18.9%	16.6%
QoQ(%)	-29.9%	25.9%	-40.3%	50.1%	-29.5%	-6.4%	5.5%	-24.1%				
YoY(%)	0.2%	-4.8%	-60.9%	-20.9%	-20.5%	-40.9%	4.5%	-47.2%	12.3%	-27.0%	-29.4%	-13.2%
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	-206.2	86.6	2,104.4	948.8	25.3	659.7
당기순이익률(%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	-0.2%	-2.3%	1.0%	5.0%	2.7%	0.1%	1.8%
QoQ(%)	15.9%	적전	흑전	-70.6%	3.5%	적전	적지	흑전				
YoY(%)	-69.5%	적전	흑전	-29.9%	-37.4%	적지	적전	-46.1%	52.7%	-54.9%	-97.3%	2510.0%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,481.9	35,877.4	36,938.2
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,117.9	33,714.9	34,487.1
매출총이익	4,154.6	2,105.8	1,364.0	2,162.5	2,451.1
판매비	749.4	751.2	901.5	815.8	858.9
영업이익	3,405.2	1,354.6	462.5	1,346.7	1,592.2
금융손익	(324.1)	(201.2)	(172.0)	(320.6)	(310.0)
종속/관계기업손익	(0.2)	2.3	2.3	2.3	2.3
기타영업외손익	(182.3)	(24.0)	(260.4)	(160.4)	(160.4)
세전이익	2,898.5	1,131.7	32.4	868.0	1,124.2
법인세	794.2	182.9	7.1	208.3	269.8
계속사업이익	2,104.4	948.8	25.3	659.7	854.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	25.3	659.7	854.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2,104.4	948.8	25.3	659.7	854.4
지배주주지분포괄이익	2,112.6	926.7	25.3	659.7	854.4
NOPAT	2,472.2	1,135.7	360.8	1,023.5	1,210.1
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,268.0	2,231.3	2,540.4
성장성(%)					
매출액증가율	54.55	(15.83)	2.11	(1.66)	2.96
NOPAT증가율	57.31	(54.06)	(68.23)	183.68	18.23
EBITDA증가율	45.20	(48.86)	(38.85)	75.97	13.85
영업이익증가율	59.05	(60.22)	(65.86)	191.18	18.23
(지배주주)순이익증가율	52.66	(54.91)	(97.33)	2,507.51	29.51
EPS증가율	52.66	(54.91)	(97.33)	2,507.37	29.50
수익성(%)					
매출총이익률	9.79	5.89	3.74	6.03	6.64
EBITDA이익률	9.55	5.80	3.48	6.22	6.88
영업이익률	8.02	3.79	1.27	3.75	4.31
계속사업이익률	4.96	2.66	0.07	1.84	2.31

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	217	5,658	7,327
BPS	72,770	77,522	75,268	77,973	82,347
CFPS	35,198	16,672	9,352	18,471	21,122
EBITDAPS	34,776	17,784	10,875	19,136	21,787
SPS	364,016	306,391	312,868	307,684	316,781
DPS	5,500	1,700	2,500	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	4.62	8.55	270.97	10.39	8.03
PBR	1.15	0.90	0.78	0.75	0.71
PCFR	2.37	4.17	6.29	3.18	2.78
EV/EBITDA	3.29	5.73	9.98	5.76	4.67
PSR	0.23	0.23	0.19	0.19	0.19
재무비율(%)					
ROE	27.20	10.83	0.28	7.39	9.14
ROA	10.99	4.61	0.12	2.97	3.63
ROIC	19.14	7.98	2.31	6.02	6.93
부채비율	131.19	138.74	145.74	152.14	151.55
순부채비율	43.92	42.48	66.95	66.69	52.89
이자보상배율(배)	22.53	5.72	1.83	5.11	5.84

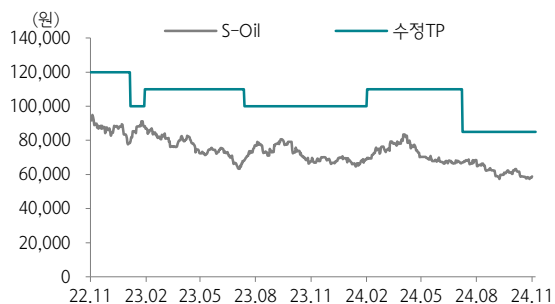
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206.0	9,647.8	7,885.4	7,975.0	9,043.7
금융자산	1,493.9	1,999.2	75.2	294.2	1,286.1
현금성자산	1,310.3	1,963.3	38.5	258.1	1,249.7
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,356.3	2,317.3	2,340.4
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,737.2	4,658.7	4,705.3
기타유동자산	675.3	701.9	716.7	704.8	711.9
비유동자산	10,407.2	11,928.4	13,678.0	14,944.9	15,105.5
투자자산	138.5	167.7	169.1	168.0	168.7
금융자산	102.5	126.8	127.3	126.9	127.2
유형자산	9,588.0	11,152.0	12,907.0	14,181.1	14,346.3
무형자산	106.4	115.6	108.8	102.8	97.5
기타비유동자산	574.3	493.1	493.1	493.0	493.0
자산총계	19,613.1	21,576.1	21,563.4	22,919.9	24,149.3
유동부채	8,213.2	9,254.5	8,748.4	9,394.5	10,105.2
금융부채	2,608.7	2,847.5	2,209.0	2,215.7	2,223.0
매입채무	3,172.4	3,989.5	4,073.8	4,481.2	4,929.3
기타유동부채	2,432.1	2,417.5	2,465.6	2,697.6	2,952.9
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,040.2	4,435.3	4,444.0
금융부채	2,610.9	2,990.6	3,740.6	4,140.6	4,140.6
기타비유동부채	305.6	293.4	299.6	294.7	303.4
부채총계	11,129.7	12,538.6	12,788.7	13,829.8	14,549.1
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	8,774.8	9,090.1	9,600.1
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	36.8	36.8	36.8
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,116.8	7,432.1	7,942.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,774.8	9,090.1	9,600.1
순금융부채	3,725.7	3,838.9	5,874.4	6,062.1	5,077.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	809.6	2,009.2	2,160.4
당기순이익	2,104.4	948.8	25.3	659.7	854.4
조정	1,679.4	103.8	843.0	1,032.1	1,095.7
감가상각비	649.9	719.2	805.5	884.6	948.2
외환거래손익	148.1	(34.5)	39.8	149.8	149.8
지분법손익	0.2	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타	881.2	(578.6)	0.0	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(2,132.3)	1,473.1	(58.7)	317.4	210.3
투자활동 현금흐름	(773.2)	(2,066.1)	(2,593.4)	(2,298.3)	(1,256.7)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(2.5)	0.9	3.5	1.7
자본증가(감소)	(568.8)	(2,185.6)	(2,553.7)	(2,152.6)	(1,108.1)
기타	(200.2)	122.0	(40.6)	(149.2)	(150.3)
재무활동 현금흐름	(1,514.1)	245.8	(176.5)	62.3	(337.0)
금융부채증가(감소)	(624.5)	618.5	111.5	406.7	7.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(272.5)	(0.1)	0.1	0.0	0.1
배당지급	(617.1)	(372.6)	(288.1)	(344.4)	(344.4)
현금의 증감	(635.9)	705.4	(1,976.6)	219.6	991.6
Unlevered CFO	4,104.3	1,944.1	1,090.5	2,153.8	2,462.9
Free Cash Flow	1,052.7	340.1	(1,744.1)	(143.4)	1,052.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.12	BUY	85,000		
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%
23.1.9	BUY	100,000	-13.61%	-8.90%
22.8.12	BUY	120,000	-25.99%	-11.25%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 11월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 11월 5일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.27%	5.29%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 02일